

宏观一季报

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口
——2022 年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望



概述

■ 一季度宏观经济运行：疫情冲击供需走弱，经济下行压力加大

- **GDP：疫情冲击经济运行压力加大，GDP 增长放缓。**一季度在疫情冲击下，经济修复走弱，GDP 增速为 4.8%，不及去年同期两年复合增速以及全年两年复合增速。第一、二产业同比增长分别为 6% 和 5.8%，受疫情影响最大的第三产业同比仅增长 4%。最终消费支出、资本形成总额与货物和服务净出口的增长贡献率 69.4%、26.9%和 3.7%，出口对经济增长的贡献率明显回落。
- **生产：疫情影响工业生产修复边际放缓，服务业持续低迷。**在疫情多点爆发的冲击下，停工停产范围扩大，一季度工业生产边际走弱。服务业生产持续低迷，3 月份当月负增长。
- **需求：疫情打断内需修复势头，替代效应弱化外需增长放缓。**政策支持类的基建和高新技术类投资高增长，供需走弱下房地产投资延续低迷，此外价格对投资的影响或有所加大。消费在疫情冲击下放缓，3 月社零额再度出现负增长。海外生产修复导致我国出口替代效应弱化，出口增长放缓。
- **价格：CPI 平稳波动，多重因素相互作用 PPI 同比与环比分化。**一季度由于供需关系的波动 CPI 价格先稳后升，不过仍处于较低水平；多因素影响下 PPI 同比增速延续回落但环比有所上涨。
- **金融与汇率：实体融资需求弱化新增社融呈量大结构弱特点，人民币小幅升值。**一季度新增社融比上年同期多 1.77 万亿元，但新增人民币贷款结构的变化或说明市场融资需求较弱。俄乌冲突导致资本风险偏好降低以及出口维持较高水平增长带动人民币延续此前持续升值的趋势。

■ 经济运行压力：经济修复过程中的风险与挑战进一步加大

- **疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限影响或会在二季度显现。**疫情爆发将会对区域经济带来一定冲击，另一方面或也加剧“预期转弱”的负面作用。
- **内生增长动能不足经济下行压力较大，政策性因素或将在经济企稳中承担更多压力。**生产端的服务业与需求端的消费依然疲弱，内生增长动能不足，经济企稳更依赖稳增长政策的实施力度与效果。
- **债务风险仍处高位，地产领域风险暴露或有所延续。**一季度我国宏观杠杆率依然处于高位，此外房屋新开工面积及商品房销售面积同比逐月大幅下调，地产领域风险并未完全消除。
- **潜在通胀压力仍存，或对我国货币政策形成一定掣肘。**全球大宗商品价格高位波动，中美利差时隔 12 年后再次倒挂，或会对我国的货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。

■ 经济运行环境展望：外部环境严峻性加剧，稳增长政策或持续加力

- **外部环境：国内外疫情防控“政策差”扩大、国际地缘政治不稳定性上升。**海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速带来回落压力。俄乌冲突抬高地缘政治不稳定性。
- **政策环境：稳增长政策或将继续加码，但仍将同时坚持“防风险”底线。**货币政策宽松取向延续，结构性功能或将更加突出；财政收支紧平衡下支出力度加强，但主要以政策工具创新避免长期风险积累。
- **宏观经济展望：实现全年 5.5% 的经济增长目标仍有一定压力。**在乐观情形下我们认为可以实现 5.5% 的全年增速，但实现压力有所加大。

■ 大类资产配置：各类资产表现分化较大，二季度或为股票中长期配置窗口

- 一季度，各类资产表现分化较大，资产收益排序为大宗商品>债券>股票。展望后续，待疫情放缓、稳增长政策效果显现后，A 股盈利或边际回暖，叠加股票市场估值处于较低水平，二季度或是长期资金较为合适配置窗口；债市或呈区间震荡走势，票息策略或仍占优；大宗商品波动风险或有所加大，但部分商品或存在短期博弈机会。

一、一季度宏观经济运行：疫情冲击供需走弱，经济下行压力加大

2022年一季度同比增长4.8%，低于去年同期以及全年两年复合增速，宏观经济下行压力加大。在稳增长政策发力的影响下，1-2月宏观数据整体表现较好，供需两端修复明显，但3月份受疫情冲击，社会生活再度受阻，停工停产面积扩大，全国工业产能利用率创7个季度以来的低点，工业增加值与服务业生产均出现回落，3月单月社零额再度出现负增长，宏观数据走弱明显。从价格水平看，尽管CPI总体仍保持在相对较低水平，但上游原材料价格上涨对中下游中小企业带来的经营成本压力正在进一步显现。从金融数据来看，尽管宽信用力度加大，但由于实体经济融资需求弱，新增社融呈总量高结构弱的特点。从汇率看，俄乌冲突导致国际资本风险偏好降低，我国稳定的经济环境给国际资本提供了一个可靠的选择，同时出口维持较高水平增长也为人民币稳定提供了一定的支撑，人民币汇率保持稳中有升的态势。

表 1：主要宏观经济数据一览表

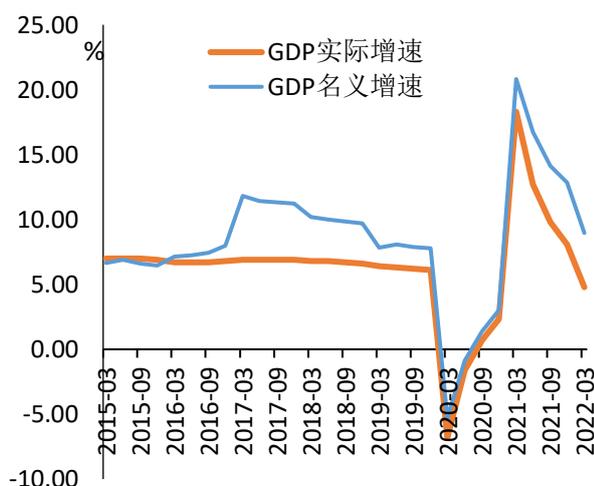
	2022年	2021年								最新
	Q1	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	变化
GDP (当季同比, %)	4.8	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	7.9	5.0	18.3	↓
GDP (累计同比, %)	4.8	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	12.7	5.0	18.3	↓
第一产业 (当季同比, %)	6.0	-	6.4	-	7.1	-	7.6	2.3	8.1	↓
第二产业 (当季同比, %)	5.8	-	2.5	-	3.6	-	7.5	6.0	24.4	↑
第三产业 (当季同比, %)	4.0	-	4.6	-	5.4	-	8.3	4.7	15.6	↓
工业增加值 (累计同比, %)	6.5	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	15.9	6.8	24.5	↓
服务业生产指数 (累计同比, %)	2.5	6.0	13.1	-	16.3	-	21.5	6.8	29.2	↓
投资 (累计同比, %)	9.3	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	12.6	2.9	25.6	↑
社零额 (累计同比, %)	3.3	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	23.0	4.2	33.9	↓
出口: 累计同比 (%美元)	15.8	-	29.9	-	33.0	-	38.6	-	49.0	↓
进口: 累计同比 (%美元)	9.6	-	30.1	-	32.6	-	36.0	-	28.0	↓
贸易顺差 (累计, 亿美元)	1629	-	6764	-	4275	-	2515	-	1164	↑
CPI (累计同比, %)	1.1	-	0.9	-	0.6	-	0.5	-	0.0	↑
PPI (累计同比, %)	8.7	-	8.1	-	6.7	-	5.1	-	2.1	↑
M2: 同比 (%)	9.7	-	9.0	-	8.3	-	8.6	-	9.4	↑
社会融资规模 (当季值, 万亿元)	12.1	-	6.6	-	7.0	-	7.5	-	10.3	↑
存量社融增速 (累计同比, %)	10.6	-	10.3	-	10.0	-	11.0	-	12.3	↓

(注: *表示两年复合增速, 均为统计局公开发布数据, →表示与上年同期持平, ↓表示与上年同期相比有所下降, ↑表示与上年同期相比有所上升, 如果去年同期公布两年复合增速, 那么参照标的为两年复合增速)

（一）GDP：疫情冲击经济运行压力加大，GDP 增长放缓

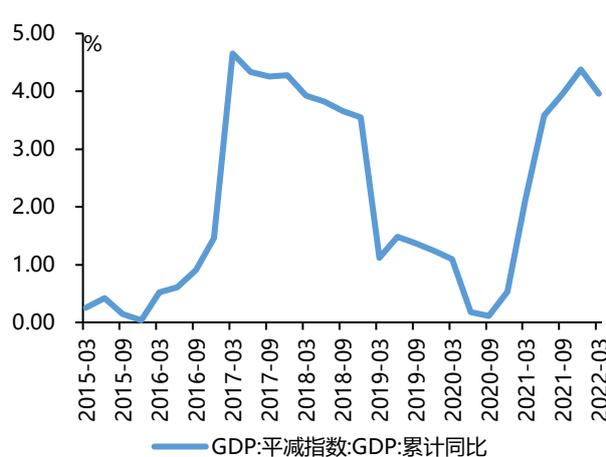
经济修复放缓，GDP 增速不及去年同期以及全年两年复合增速。受疫情冲击，一季度 GDP 增速仅为 4.8%，不及去年同期两年复合增速（5.0%）以及全年两年复合增速（5.1%），名义 GDP 增速同比增长 8.95%，GDP 平减指数为 3.96%。分三大产业看，第一产业同比增长 6%，第二产业同比增长 5.8%，受疫情影响最大的第三产业同比仅增长 4%。从三大需求看，最终消费支出、资本形成总额与货物和服务净出口的增长贡献率 69.4%、26.9%和 3.7%，出口对经济增长的贡献率明显回落。

图 1：GDP 同比增速回落



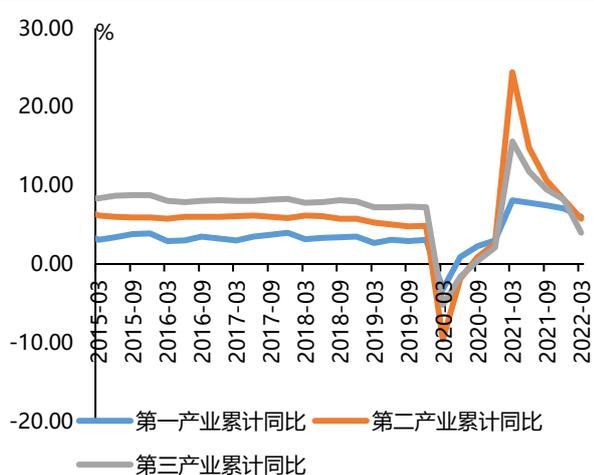
数据来源：中诚信国际整理

图 2：GDP 平减指数略有回落



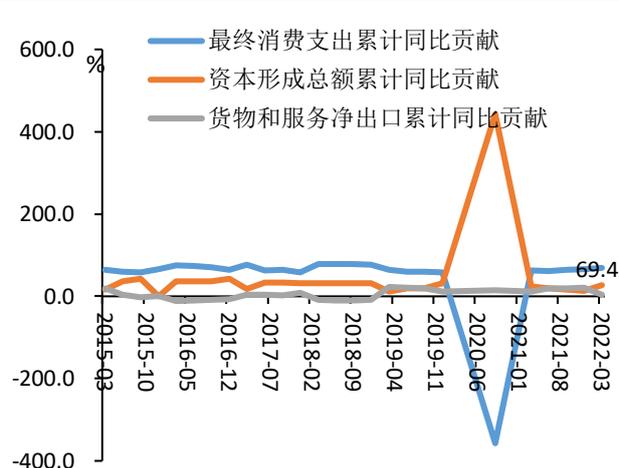
数据来源：中诚信国际整理

图 3：三大产业贡献率走势



数据来源：中诚信国际整理

图 4：三大需求贡献率走势



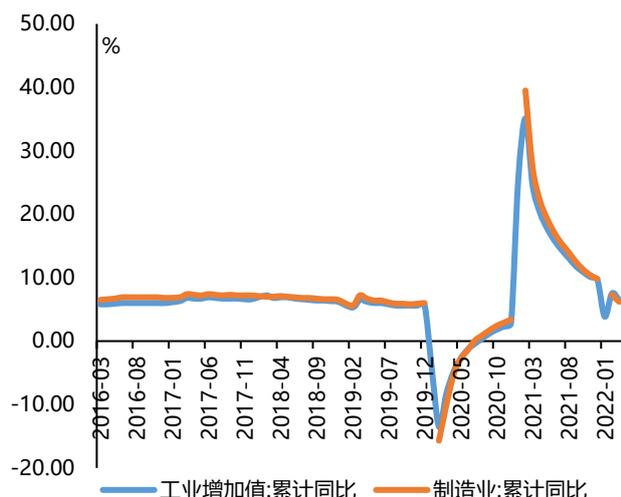
数据来源：中诚信国际整理

（二）生产：疫情影响工业生产修复边际放缓，服务业持续低迷

疫情的大范围爆发是一季度生产的最主要扰动因素。疫情之下多地采取了封控措施，停工停产范围扩大，产能利用率走低，导致工业生产修复边际放缓。此外，未爆发疫情的地区也进一步收紧了防控政策，弱化了各地之间的交流，服务业生产延续低迷走势，特别是 3 月服务业生产指数同比增速再度转负。

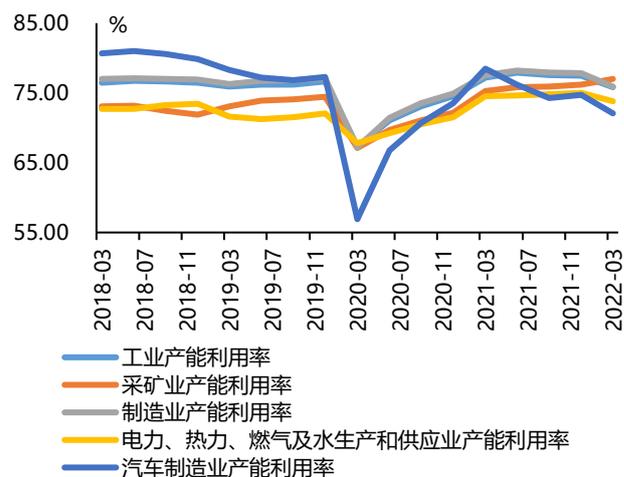
疫情冲击工业生产常态化修复受阻。一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，高于 2021 年全年两年复合增速（6.1%），不过月度数据呈边际走弱趋势，3 月当月工业增加值同比增速仅为 5%。疫情是工业生产边际放缓的主要因素，由于本轮疫情呈点多面广的特点，停工停产范围有所扩大，一季度产能利用率 75.8%，为 2020 年三季度以来新低。后续来看，短期内上海疫情仍处于高位波动状态，考虑到上海为长三角供应链的枢纽城市，疫情对工业生产的影响仍将持续，不过随着疫情得到控制，二季度生产或将见底回升。

图 5： 工业生产放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

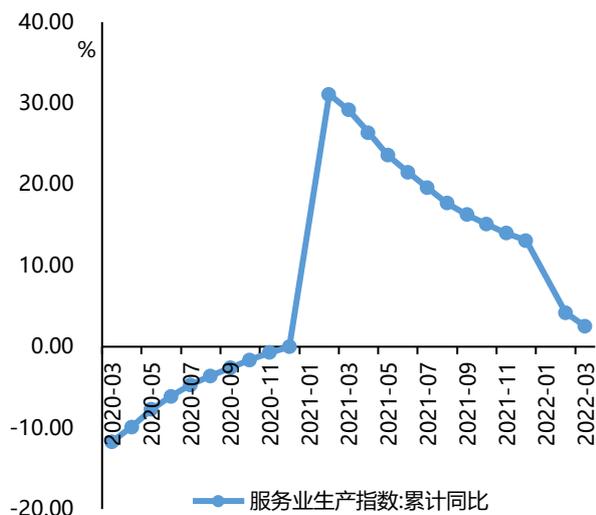
图 6： 产能利用率走低



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

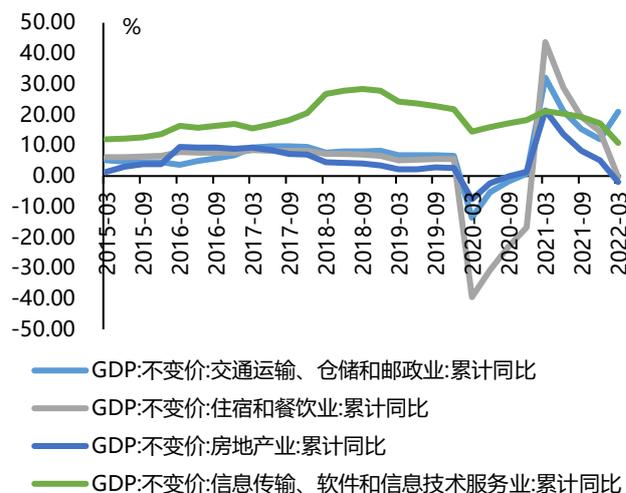
服务业受疫情影响较大，短期内难有显著改善。一季度，全国服务业生产指数同比增长 2.5%，显著低于去年同期（6.8%）以及全年两年复合增速（6%）。由于疫情贯穿整个一季度，各月服务业生产未见起色；3 月份疫情的影响进一步加大，服务业生产同比下降 0.9%，是 2020 年 5 月以来首次负增长。从具体行业来看，前三季度交通运输仓储邮政业、批发零售业和住宿餐饮业在疫情影响下同比增速分别为 2.1%、-0.3%和 3.9%；供需低迷下房地产和建筑业行业修复低迷，同比增速分别为 -2%和 1.4%；信息传输、软件和信息技术服务业仍保持较高增速，同比增长 10.8%。后续看，服务业生产改善仍取决于疫情的发展。

图 7：服务业生产指数持续走低



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：服务业内部增长趋势分化



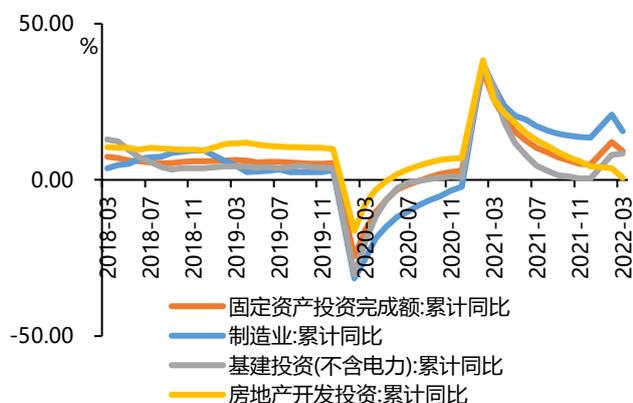
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

(三) 需求：疫情打断内需修复势头，替代效应弱化外需增长放缓

一季度需求分化，基建和制造业投资等受政策性因素支持的相关需求修复较好，但政策支持较弱的房地产投资和受疫情冲击较大的消费低迷未改，此外，海外生产修复背景下我国出口替代效应弱化，出口增长放缓。

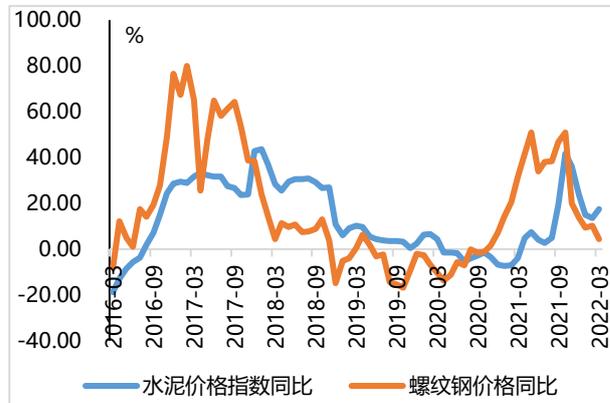
内生动能走弱，投资内部分化。一季度，投资同比增长 9.3%，高于去年同期（2.9%）和全年两年复合增速（3.9%）。投资内部分化：稳增长政策推动下，基建投资同比增长 8.5%；政策支持的高新技术产业投资同比大幅增长 27%，带动制造业投资增长达 15.4%；受需求端持续低迷的影响，房地产投资同比仅增长 0.7%。尽管稳增长政策下投资表现亮眼，但仍需考虑到投资增速仅代表名义增长，并未剔除价格因素：一季度基建和房地产主要原材料——水泥和螺纹钢价格同比上涨 15.28%和 7.55%，因此剔除价格因素的基建和房地产实际投资增速或将大打折扣。民间投资同比增长 8.4%，弱于国有投资增速（11.7%）。

图 9：固定资产投资放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

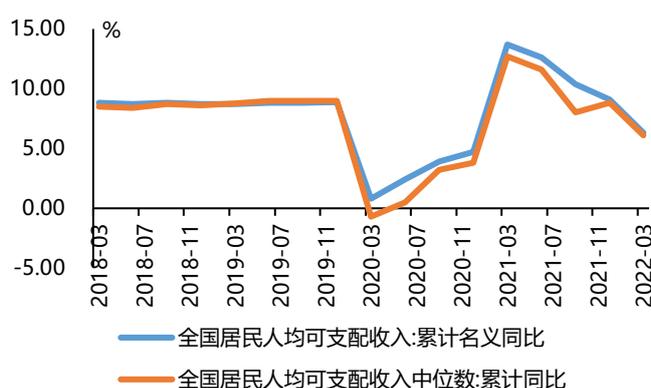
图 10：基建上游价格涨幅较大



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

疫情影响居民活动受限叠加居民收入增长放缓，消费再度走弱。一季度，社会消费品零售总额同比增长 3.3%，低于去年同期（4.2%）和前两年复合增速（3.9%）。社零额增长放缓一方面同疫情的直接影响有关，另一方面同疫情的次生影响有关——疫情冲击下多数企业停工停产，薪酬难以足额发放，居民收入增长放缓，一季度全国人均可支配收入同比增长 6.3%，较去年全年两年复合增速回落 0.6 个百分点。

图 11：居民收入增速放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

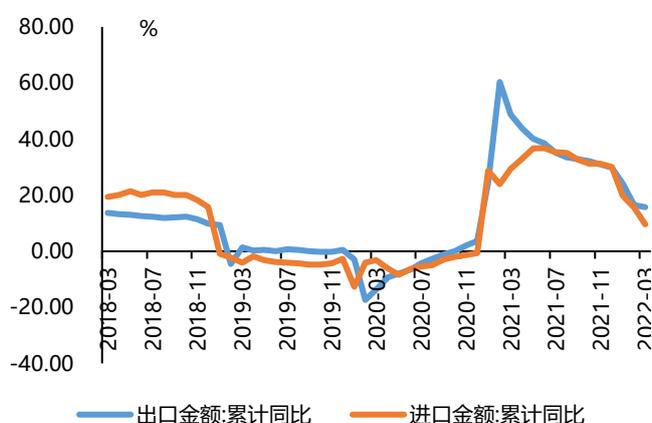
图 12：消费走弱



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

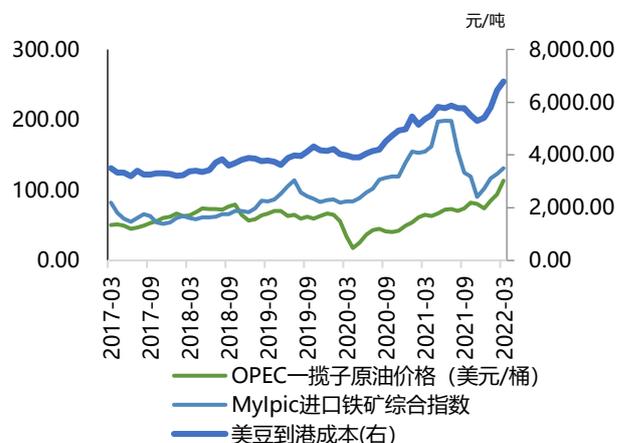
疫情冲击、基数走高以及替代效应弱化下出口增长放缓，内需走弱难以支撑进口。一季度出口同比增长 15.8%，进口同比增长 9.6%，实现贸易顺差 1629.4 亿美元。从出口来看，一季度短期替代效应虽有所走弱，但海外疫情仍在持续，疫情相关出口仍保持韧性；供应链稳定性优势持续，劳动密集产品出口保持强势。受此影响，一季度出口仍保持两位数增长。当然，成本上升也是推动出口维持较高水平的主要原因之一，2 月出口价格指数为 111.7，为 2008 年金融危机以来新高；出口量指数仅为 93.2，为 2020 年 5 月份以来新低。从进口来看，在国内需求修复有限，同时在大规模的疫情冲击下，需求进一步走弱；此外俄乌冲突的爆发进一步加剧了全球供应链紧张的局势，大宗商品价格继续走高，多数大宗商品进口量价分化的态势仍在延续。

图 13：出口增长放缓但仍保持在较高水平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 14：大宗商品价格走高



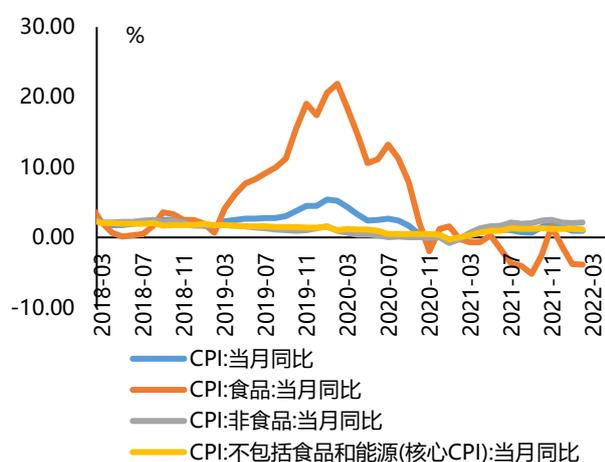
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）价格：CPI 平稳波动，多重因素相互作用 PPI 同比与环比分化

短期供需不平衡变化，CPI 价格先稳后升。一季度 CPI 同比上涨 1.1%，1 月和 2 月，CPI 月度同比增速均为 0.9%，1 月和 2 月食品价格和非食品价格呈分化态势。在市场供应充足背景下，食品价格同比降幅呈扩大状态，不过在大宗商品价格波动以及翘尾因素的影响下，非食品价格同比呈持续上升趋势。3 月受供应偏紧、需求增加和基数效应等因素共同影响，食品价格同比跌幅收窄，非食品价格在大宗商品价格持续高位运行背景下持续走高。

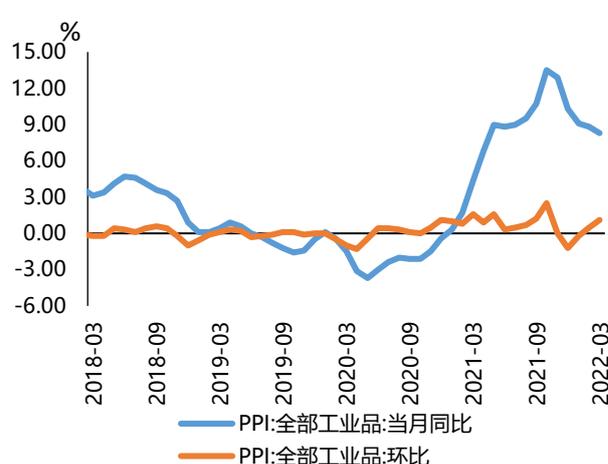
多重因素相互作用下，PPI 同比增速延续回落但环比有所上涨。一季度 PPI 同比上涨 8.3%，同比增速呈逐月下降趋势，不过环比增速持续走高，PPI 呈这一走势的主要原因是国内保供稳价政策、基数效应推动 PPI 走低，但由于俄乌冲突下大宗商品价格持续高位运行支撑 PPI 环比走高。

图 15：CPI 保持在较低水平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 16：PPI 保持在较高水平

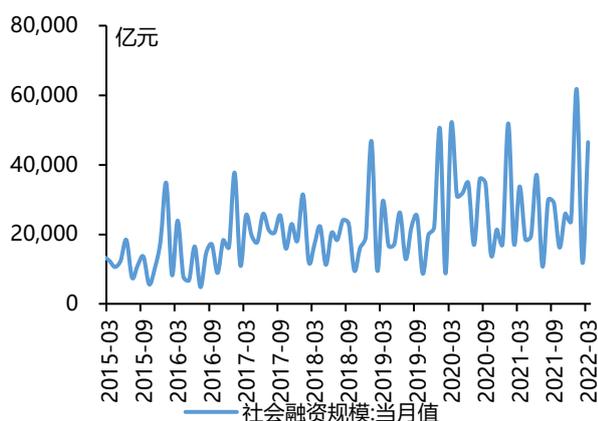


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（五）金融：实体融资需求弱化新增社融呈量大结构弱特点，人民币小幅升值

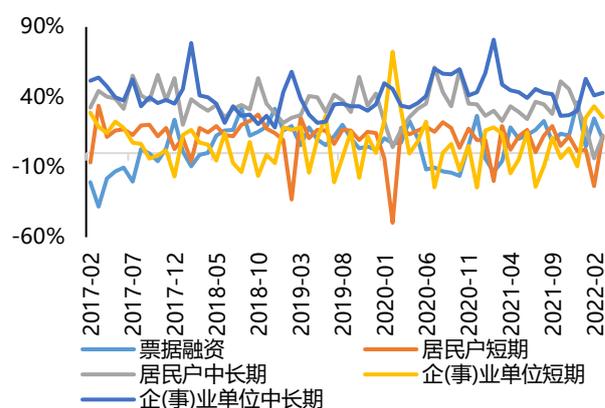
宽信用力度加大但经济需求偏弱，社融呈总量大结构弱的特点。一季度新增社融 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元，其增量主要来自于人民币贷款增加以及政府债券净融资增加，上述两项分别同比多增 4258 亿元与 9238 亿元，若剔除政府债券净融资，3 月末社融存量增速将从当前 10.6% 下降至 10.3%。政府债券及人民币贷款新增规模较大或说明宽信用政策的效果已有所显现，后续基建对于投资的支撑作用或将持续显现。但值得一提的是，新增信贷中或表明当市场性因素带来的信用扩张幅度仍然较弱。

图 17：新增社融走弱



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

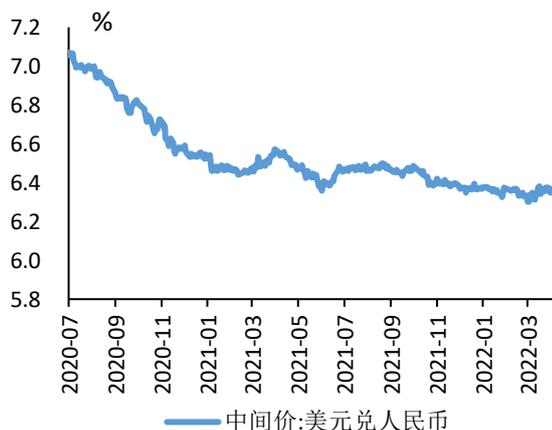
图 18：信贷结构恶化



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

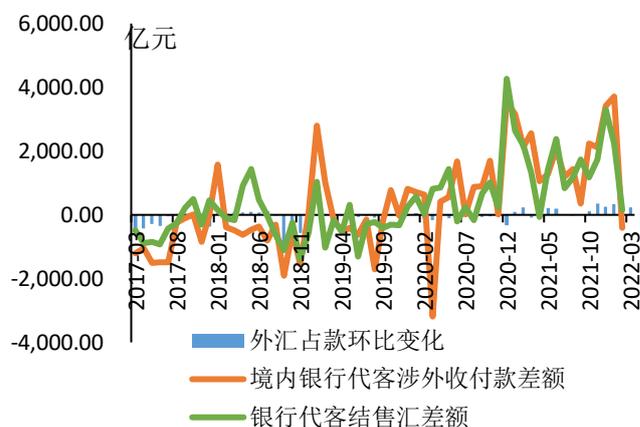
跨境资本流动总体平稳，人民币小幅升值。一季度，尽管出口保持较高增速，但由于美国通胀走高，美债收益率倒挂，2022年我国连续三个月减持美债。截至3月末，我国外汇储备为3.19万亿美元，较2021年底下降622亿美元。出口高增长下外汇占款较2021年末上升628亿元至21.35万亿元。1-2月涉外收付款差额和结售汇差额均保持正增长状态。人民币延续此前持续升值的趋势：一方面我国出口保持较高水平增长有力地支撑了人民币汇率；另一方面俄乌冲突下风险资产容易受到抛售，由于我国经济的稳定，投资人民币成为海外资金的可靠选择之一。一季度美元对人民币中间价均值为6.35，较2021年四季度均值升值0.65%。

图 19：人民币汇率窄幅波动



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 20：跨境资本流动趋于平稳



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、经济运行压力：经济修复过程中的风险与挑战进一步加大

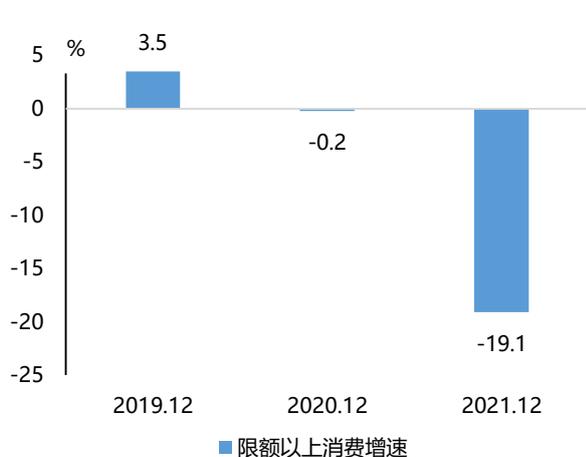
一季度 GDP 同比增速较上年四季度略有回升，但“三重压力”问题并未得到根本性的缓解，且经济运行过程中新老问题交织，经济修复的风险与挑战进一步加大。首先是本轮疫情扩散超预期，动态清零政策面临考验；其次是内生增长动能不足经济下行压力较大，政策性因素

或将在经济企稳中承担更多压力；第三是债务“灰犀牛”长期风险不改；四是潜在通胀压力仍存，或对我国货币政策形成一定掣肘。

（一）疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限影响或在二季度进一步显现

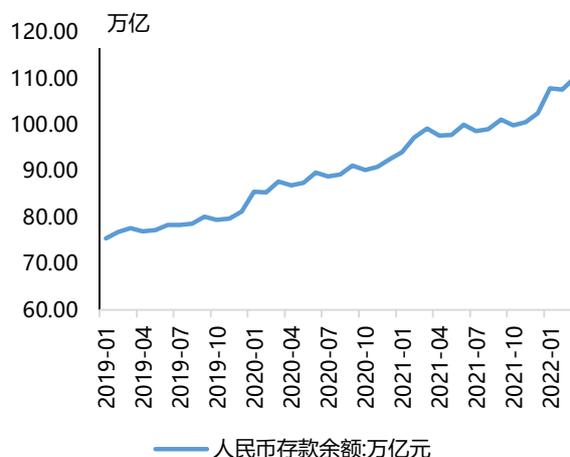
病毒变种传染系数大增，深圳、上海等地疫情暴发将会对区域经济带来一定冲击。今年一季度前两个月的宏观数据已经在稳增长政策支撑下显著回暖，但3月多地出现疫情反弹，且病毒变种传染系数高达9.5，防控难度与成本加大。上海、深圳等经济重镇的生产消费活动暂停，一方面带来直接的区域经济冲击，另一方面也加剧“预期转弱”的负面作用，3月PMI回落至荣枯线之下。我们认为本轮疫情带来的区域经济活动受限或将形成二季度的增长压力之一。

图 21：12月西安疫情严重冲击当地消费



数据来源：中诚信国际整理

图 22：居民存款余额加快上升

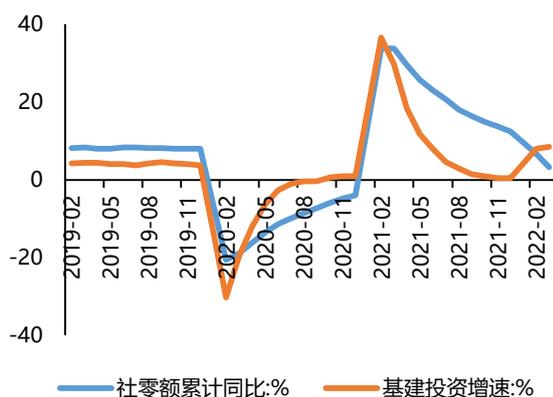


数据来源：中诚信国际整理

（二）内生增长动能不足经济下行压力较大，政策性因素或将在经济企稳中承担更多压力

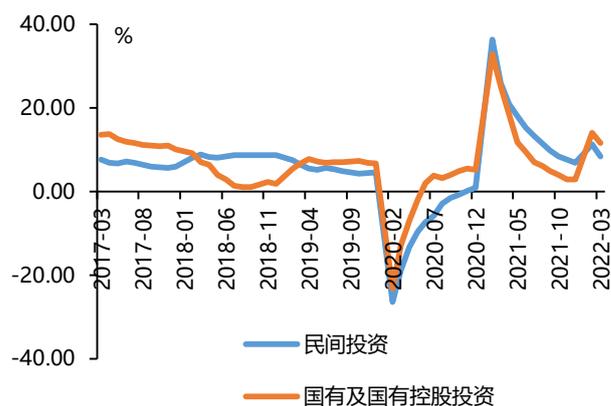
内生增长动能依然相对疲弱，宏观经济企稳对于政策性因素的依赖或有所加强。一季度GDP增速4.8%，较去年四季度提高0.8个百分点，同时考虑到去年同期基数较高，可以说实现了经济增速“开门稳”。但一季度经济企稳主要受基建发力等政策性因素驱动，非政策性因素驱动的需求修复持续疲弱，民间投资增速低于国有投资，居民收入增速放缓背景下边际消费倾向难以短期反弹，特别是3月疫情在吉林、上海、深圳等地大规模暴发，居民预防性储蓄增加，PMI重新跌入荣枯线之下，再考虑到出口增速面临的回落压力，政策性因素或将在经济企稳中承担更大压力，从而使得宏观经济更加依赖稳增长政策的实施力度与效果。

图 23：社零额与基建投资增速剪刀差再现



数据来源：中诚信国际整理

图 24：民间投资修复弱于国有投资

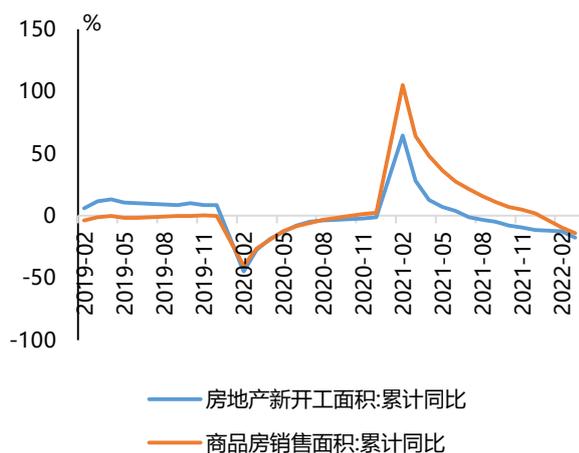


数据来源：中诚信国际整理

（三）债务风险仍处高位，地产领域风险暴露或有所延续

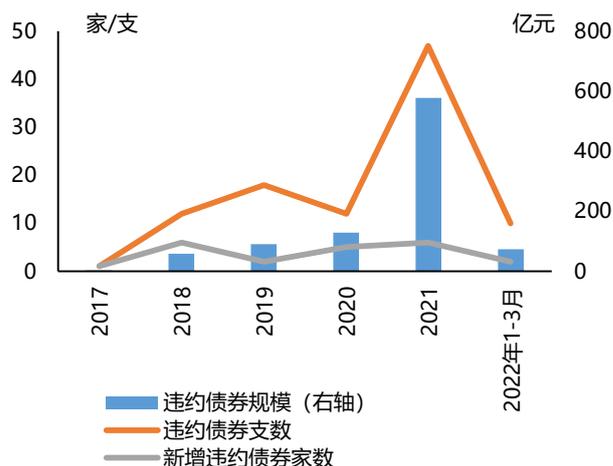
债务压力依然是经济运行的主要长期风险，仍需警惕房地产领域信用风险向其他领域的扩散。据我们测算，截至 2022 年 2 月，我国非金融部门总杠杆率为 288%，其中非金融企业部门杠杆率位于 169.5% 的高位，债务压力依然是经济运行的长期风险。此外，虽然去年下半年以来地产调整政策边际放松，但房地产市场运行依然处在探底过程，一季度房屋新开工面积及商品房销售面积同比逐月下调，房地产投资走弱后续将对投资增速修复带来较大压力；同时，虽然地产领域风险暴露程度将弱于去年，但房地产领域依然面临着市场出清的压力；此外，随着地产市场调整的延续，全国政府性基金收入增速也将面临持续下滑的压力，未来如果房地产持续低迷，地方收支压力或进一步加大，并有可能向局部城投企业、金融机构等其他领域扩散。

图 25：房地产销售与新开工增速持续回落



数据来源：中诚信国际整理

图 26：地产债违约或仍将延续



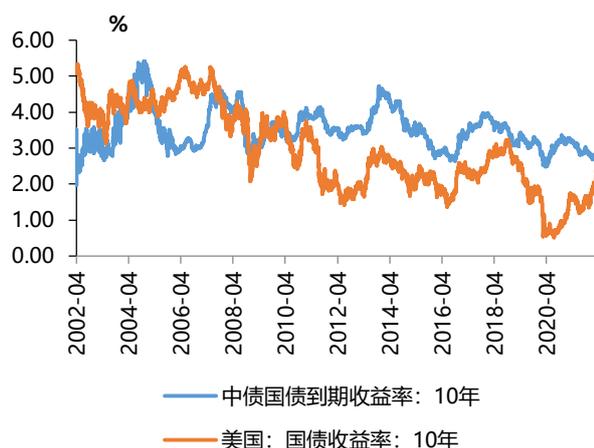
数据来源：中诚信国际整理

（四）潜在通胀压力仍存，或对我国货币政策形成一定掣肘

全球大宗商品价格高位波动，中美货币政策调整路径出现分化。一季度受俄乌冲突带来全球能源供应收缩及供应链受阻，全球大宗商品价格仍处高位，且价格波动性有所放大，欧美出

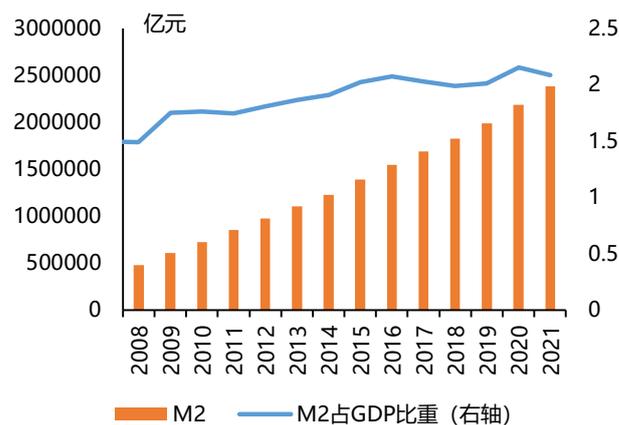
现 30 多年未见的高位通胀，不得不加快缩表加息节奏。通过工业原料向工业消费品的传导路径，我国的输入型通胀压力有所加大。与此同时，长期以来的量化宽松政策导致货币大量投放，在一定程度上或导致潜在的通胀压力。目前，我国稳增长政策则要求宽松取向货币政策的配合，中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国的货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。

图 27：中美利差出现倒挂



数据来源：中诚信国际整理

图 28：M2 与 GDP 之比有所上升



数据来源：中诚信国际整理

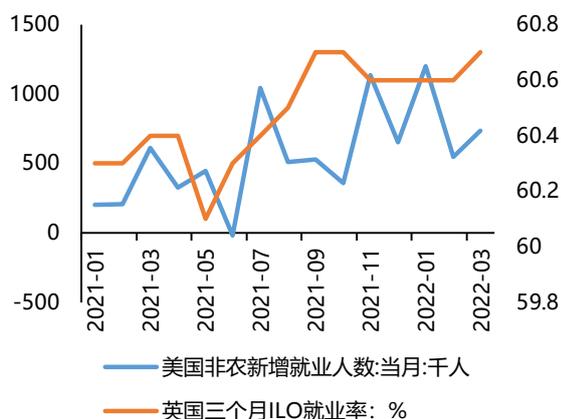
三、经济运行环境展望：外部环境严峻性加剧，稳增长政策或持续加力

2022 年一季度我国宏观经济在总量上实现了显著的环比改善，为实现全年 5.5% 的增长目标打下了良好基础，但经济运行的外部环境形势依然严峻复杂且不确定性上升，国内宏观调控政策或将做出进一步调整，稳增长的政策力度或持续加大。

(一) 外部环境：国内外疫情防控“政策差”扩大、国际地缘政治不确定性持续上升

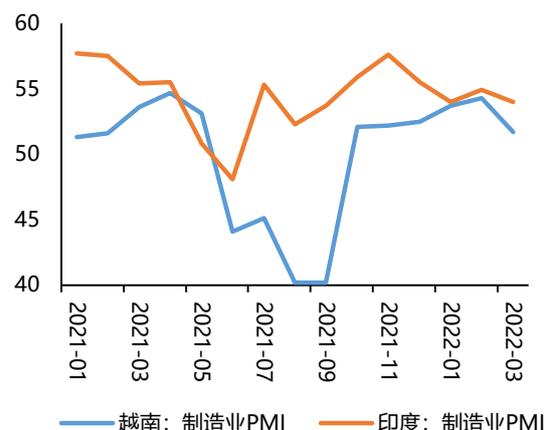
海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速带来回落压力；俄乌冲突抬高地缘政治不确定性。自 2021 年底奥密克戎变种迅速全球蔓延以来，主要经济体已经从初期的防控政策收紧转向解封，英国 2 月宣布“与新冠共存”计划，美、日、韩、德、法等国 3 月起取消包括室内戴口罩等在内的限制。受此影响，海外经济体经济活动正常化进程已加快：一季度美国新增非农就业人数规模已经达到去年同期的 2.2 倍，英国就业率也已趋于稳定，越南、印度等国制造业 PMI 出现回暖。当前我国疫情防控仍处于相对严格的阶段，疫情防控的成本与收益或已出现边际变化，特别是 3、4 月在吉林、上海等地的疫情将对区域经济形成一定冲击。国内外疫情防控政策的落差扩大或对我国出口替代效应形成挤压，出口增速后续或承压。此外，俄乌军事冲突对我国经济社会的直接影响相对有限，但围绕冲突所产生的“制裁与反制裁博弈”及其延续，有可能在能源、经济、金融以及供应链等领域对我国发展的外部环境带来不容忽视的影响。

图 29：英美就业情况有所好转



数据来源：中诚信国际整理

图 30：越南、印度制造业景气度回暖

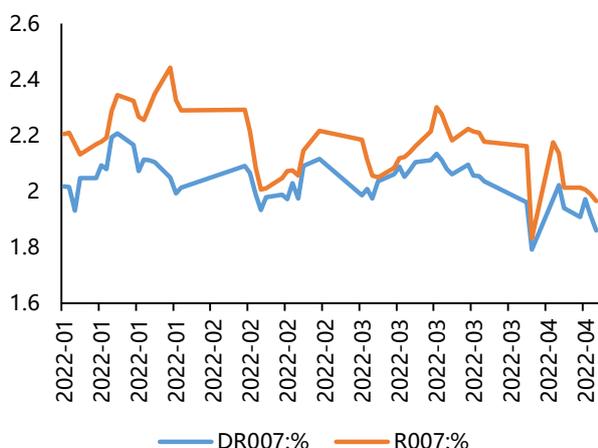


数据来源：中诚信国际整理

（二）政策环境：稳增长政策或将继续加码，但将兼顾“防风险”底线

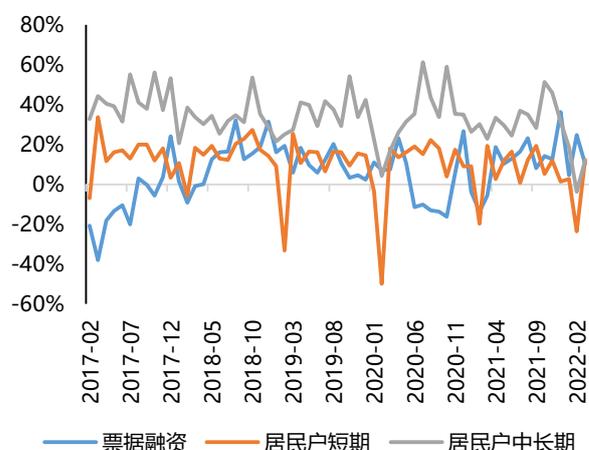
货币政策宽松取向延续，结构性功能或将更加突出。央行 1 月指出本年货币政策将充足、精准、靠前发力，以“保持总量稳定，避免信贷塌方”，1 月 17 日政策利率调降 10 个基点，一季度社融增速、M2 增速边际提高，剔除月末扰动后 DR007 与 R007 总体呈现稳中有降的趋势，货币政策已达成“避免信贷塌方”的任务。但一季度宽信用落地主要依赖于政策性因素的驱动，剔除掉政府债券净融资之后，一季度社融增速从目前的 10.6% 退回到 10.3%，企业长期贷款与居民贷款同比少增幅度较大，市场融资需求较弱背景下 4 月 15 日央行决定全面降准 0.25 个百分点。我们认为，降准降息依然有政策空间，但在实体融资需求较弱、流动性相对充裕的背景下，央行或将持续发挥货币政策总量和结构双重功能，特别是侧重发挥结构性功能，通过增加支农支小再贷款额度、增加普惠小微贷款支持工具、因城施策配合地方政府稳定房地产市场等结构性措施，以加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业的支持力度。

图 31：货币市场利率总体下行



数据来源：中诚信国际整理

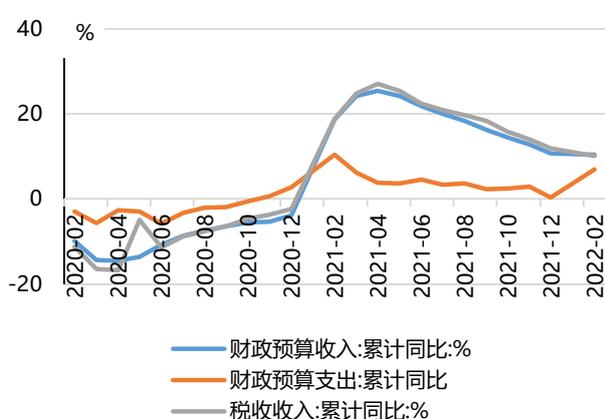
图 32：票据融资冲量与居民贷款占比降低



数据来源：中诚信国际整理

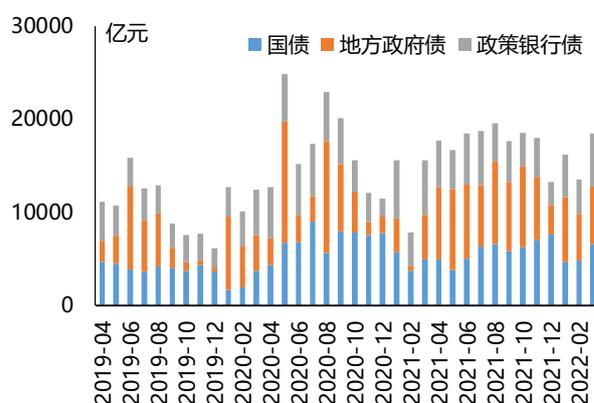
财政收支紧平衡下支出力度加强，但以政策工具创新避免长期风险积累。1-2 月财政预算收入累计同比 10.5%，较前值降低 0.2 个百分点，其中全国政府性基金收入同比降幅较大，财政收支紧平衡压力犹存。另一方面财政前置作用下财政支出力度加强，1-2 月国家财政支出累计同比 7%，较前值提高 6.7 个百分点，一季度新增专项债已实际发行 1.3 万亿元，已达全年额度的 35.6%。与传统的财政扩张政策不同，今年两会表明全年财政扩张主要以减税退税的形式实现，并通过动用去年蓄力的财政资金、特定国有金融机构和专营机构利润等一次性资金来源解决财政融资问题，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策依然在力图避免过度刺激和无效刺激，通过提前发力的方式支撑经济尽快企稳，财政政策发力的空间依然存在。

图 33：财政收支增速出现差值缩小



源：中诚信国际整理

图 34：一季度地方专项债发行较快

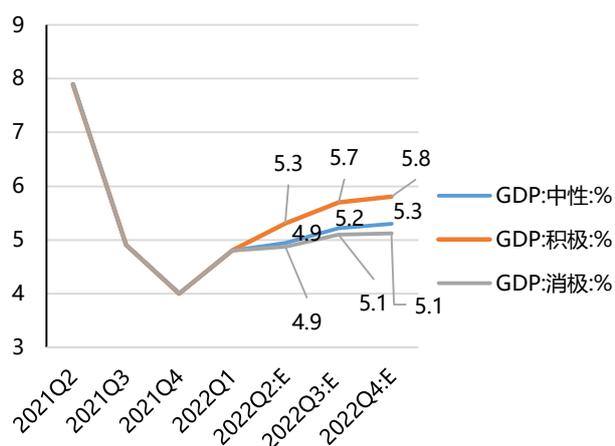


数据来源：中诚信国际整理

（三）宏观经济展望：实现全年 5.5% 的经济增长目标仍有一定压力

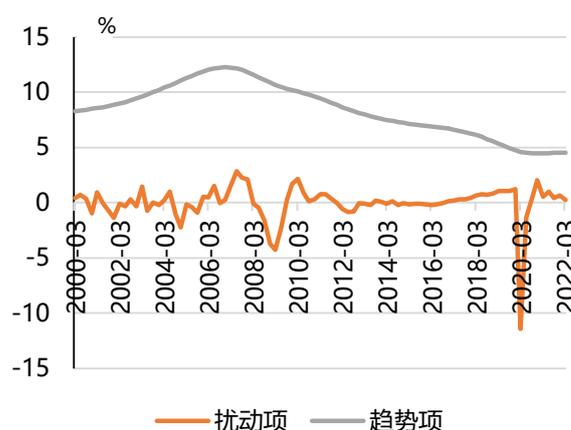
GDP 增速达到 5.5% 仍有一定压力，稳增长政策或将继续加码。我们此前判断，2022 年四个季度的 GDP 增速将整体呈现稳中有进的态势，当前我们依然延续该判断。但 3 月上海、深圳及吉林等地的疫情暴发带来了区域经济活动的暂停，且当前其负面影响并未充分显现，二季度宏观经济稳定增长将面临一定压力。我们依据疫情控制状况、稳增长政策效果不同区分为积极、中性、消极三种情形，认为在积极情形下能够达到 5.5% 的增长目标。在中性情形下，假设本轮疫情或将会持续到 5 月，稳增长政策力度维持现有状态但政策效果逐步显现，根据趋势分解方法估算扰动项振幅，2022 年全年增速为 5.1%；在积极情形下，本轮疫情在 4 月末得到根本性的控制，疫情防控政策得到优化调整，稳增长政策力度有所加大，2022 年全年增速或可达 5.6%；在消极情形下，假设本轮疫情持续到 5 月，稳增长政策力度维持现有力度，但由于“三重压力”及疫情影响带来稳增长政策效果不及预期，2022 年全年增速或会仅有 4.9% 左右。

图 35：不同情形下 GDP 增速预期



数据来源：中诚信国际整理

图 36：趋势分解法预测 GDP 走势



数据来源：中诚信国际整理

四、资产配置：各类资产表现分化较大，二季度或为股票中长期配置窗口

一季度,各类资产表现分化较大,总体来看资产收益排序为大宗商品>债券>股票。后续看,待疫情放缓、稳增长政策逐步效果显现后,A股盈利或边际回暖,叠加股票市场估值处于较低水平,二季度或是长期资金较为合适的配置窗口;同时,在经济趋弱、美联储加息等国内外因素影响下,债市或呈区间震荡走势;大宗商品在外部环境趋于复杂下,波动风险或有所加大,但内部走势或有所分化,部分商品或存在短期博弈机会。

(一) 大类资产回顾：各类资产分化较大，股票市场表现不佳

一季度,各类资产表现分化较大;受俄乌冲突等因素影响,大宗商品整体上行;同时,在国内疫情反复、经济趋弱以及海外资金流出压力相对较高下,股票市场表现不佳、跌幅较高;债券市场整体呈区间波动走势,一季度资产收益排序为大宗商品>债券>股票。分类别看,股票市场整体呈波动下跌走势:一方面,在海外通胀持续处于高位的背景下,美联储启动加息周期,海外流动性有所收紧,叠加俄乌冲突爆发、海外监管政策趋严等因素影响,外资流出压力有所增大,一季度北向资金整体呈净流出状态,3月14日、15日单日净流出额分别为144亿元、160亿元,处于历史较高水平;另一方面,国内经济运行整体呈趋弱状态,叠加部分地区疫情反复,经济修复进程中的不确定性因素仍存,市场风险偏好有所降低下股票市场情绪较为脆弱,一季度,上证综指、深证成指和创业板指跌幅分别为10.65%、18.44%、19.96%。从估值看,目前上证综指、深证成指市盈率近五年历史分位约为12%、22%,近十年历史分位约为32%、41%。从市场风格看,各风格指数均有所下跌,其中消费和成长指数跌幅较高,分别下跌15.54%、21.33%。债券市场呈区间波动状态,10年期国债收益率波动范围为[2.6751%, 2.8502%]。截至3月底,10

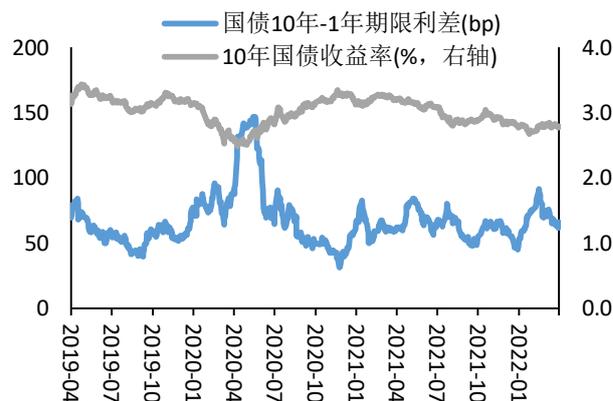
年期国债收益率为 2.7878%，较去年末小幅上行 1.24BP。大宗商品价格整体呈波动上涨走势，一季度商品指数涨幅为 17.41%；其中能源指数受俄乌冲突等因素影响，呈大幅上行走势、涨幅为 28.6%，布伦特原油价格一度升至 130 美元/桶左右，为 2008 年 8 月以来新高。从黄金看，俄乌冲突爆发下，市场避险性情绪升温；同时，海外通胀水平仍处于高位，3 月美国 CPI 同比增长 8.5%，在此背景下，黄金价格表现强势，伦敦金价格一度升至 2050 美元/盎司，为 2020 年 9 月以来新高；随后受俄乌局势暂缓、美联储加息等因素影响，黄金价格有所回落，3 月底伦敦金价格约为 1937 美元/盎司。

图 37：股票市场价格走势



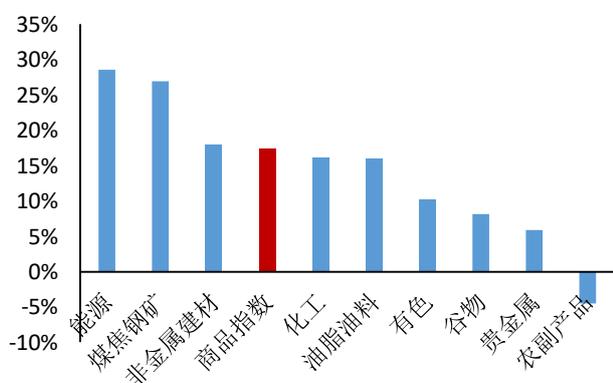
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 38：10 年国债收益率走势



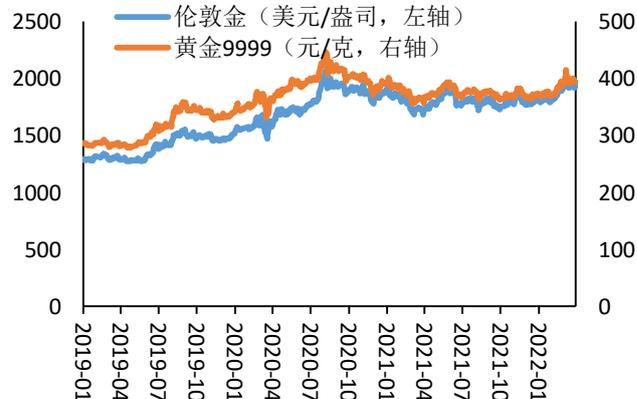
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 39：Wind 商品指数涨跌幅（一季度）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 40：黄金价格走势



数据来源：wind，中诚信国际整理

（二）大类资产配置展望：大宗商品波动风险或有所加大，A 股中长期配置价值或凸显

大宗商品波动风险或有所加大但结构性机会仍存，稳增长政策持续发力下 A 股盈利有望边际回暖。从股票市场看，受疫情反复，经济运行偏弱等因素影响，短期内上市公司盈利或面临下行压力，待疫情放缓、稳增长政策逐步效果显现后，A 股整体业绩或存在相对较高的上涨空间，叠加目前股票市场估值处于历史较低水平，因此对于长期资金而言，二季度或是较为合适的配置窗口，政策持续发力下稳增长板块或有望继续受益，但短期内仍需关注俄乌局势不确定性、美联储加息、疫情反复、市场情绪脆弱等国内外环境对股票市场带来的波动风险。从债券

市场看，二季度虽有美联储继续加息的扰动，但在国内经济运行仍然偏弱、疫情仍在反复、俄乌局势尚不明朗等影响下，市场避险情绪仍较高，收益率持续上行动力不足，整体或延续区间波动态势；下半年起，基数效应退去叠加“靠前发力”的政策效果显现，经济增长底或在年中出现，且美联储加息周期下外资流出压力仍存，收益率中枢或较上半年上移。从信用债看，房地产政策虽边际放松，但二季度地产债到期压力仍存，叠加目前地产销售仍较为低迷、民营房企展期不断，短期内部分房企资金链仍较为紧张，尾部风险释放压力或仍存。此外，二季度债市整体或处于震荡格局中，票息策略或仍占优。**从大宗商品看**，受俄乌冲突影响，原油等能源类商品价格波动加剧，短期内地缘冲突解决的可能性较小，原油价格或呈高位波动走势，波动风险或相对较高。从基本金属看，今年政策稳增长力度有所加大下，钢材等基本金属需求或存在改善空间，或对基本金属价格形成一定支撑，但在海外流动性边际收紧等因素的影响下，部分受国际定价影响较多的基本金属价格或存在阶段性回落风险。在国内保供稳价政策延续下，煤炭供应或维持较为宽松的局面，同时伴随冬季供暖结束，二季度煤炭需求将进入淡季，供需格局或呈偏弱态势，煤炭价格将承压。从黄金看，后续地缘政治影响虽仍存，但在美联储加息、海外通胀或高位回落下，黄金价格持续上行基础或较弱。整体而言，待疫情放缓、稳增长政策逐步效果显现后，A股盈利或边际回暖，叠加股票市场估值处于较低水平，二季度或是长期资金较为合适的配置窗口；同时，在经济趋弱、美联储加息等国内外因素影响下，债市或呈区间震荡走势；大宗商品在外部环境趋于复杂下，波动风险或有所加大，但内部走势或有所分化，部分商品或存在短期博弈机会。

作者：

中诚信国际 研究院

张 林 010-66428877-270 lzhang01@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511 lyli01@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-397 chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452 qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261 hxyuan@ccxi.com.cn

过往研究：

- 宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年3月18日；
- 经济表面企稳但隐忧仍存，建议股债均衡配置，2021年11月19日；
- 供需不平衡下经济修复趋缓，把握风险资产结构性机会，2021年10月21日；
- 经济修复继续放缓，把握股票市场结构性机会，2021年9月21日；
- 经济修复边际走弱，寻求风险资产结构性机会，2021年8月23日；
- 经济不平衡修复，资产配置重点从商品转向股债，2021年7月23日；
- 经济修复边际走弱供需分化收窄，短期配置仍以风险资产为主，2021年6月23日；
- 警惕PPI上行制约生产修复，短期配置以风险资产为主，2021年5月20日；

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。